

学校编码: 10384

学号: 17920071150613



分类号_____密级_____

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

海 通 证 券 与 中 信 证 券 投 资 价
值 比 较 分 析

Comparative Analysis on Investment Value of Two Securities
Industry Public Companies

于艳菲

指导教师姓名: 吴世农 教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交时间: 2009 年 10 月

论文答辩日期: 2009 年 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

200 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

论文摘要

证券行业在一个国家金融体系中占有重要地位，通过多年的发展,尤其是伴随着中国金融逐渐融入世界经济，我国证券行业的已经成为我国经济发展的重要支柱。中国的证券企业在当前宏观经济不景气的情况下，未来能否继续保持以往的稳步增长，是投资者关注的焦点。

本文通过从宏观经济、行业、公司三方面对两家证券公司进行自上而下的评估分析。最后运用 EVA 估值法和市盈率法对两家证券公司做出合理估值，为中小投资者提供投资建议和参考。

本文的结构体系如下：

第一章，首先介绍论文的研究背景、方法、内容和框架等。

第二章，宏观经济分析，主要包括宏观经济运行和政策的分析，以预测未来的宏观经济政策走势及对证券市场的影响。

第三章，行业分析，对中国证券行业进行深入分析，以了解两家证券公司未来的投资前景。

第四章，公司分析比较，分别进行公司经营状况和财务的分析并进行比较。

第五章，价值评估，首先进行未来的盈利预测，然后采用经济增加值（EVA）和相对估值法进行合理估值，并提出投资建议。

通过估值分析，笔者认为海通证券合理的每股价值为 13.91~14.67 元，中信证券合理的每股价值为 34.86~35.59 元。综合全文的分析和判断，对比 2009 年 9 月份两支股票的价格，中信证券（600030）长期而言具有一定的投资价值，建议投资者可以择机低位买入，在合理估值区间内介入做中长期投资是一个不错的选择。

关键词：海通证券 中信证券 投资价值

Abstract

The securities industry in a country's financial system plays an important role. Through the years of development, particularly in the wake of China's financial gradual integration into the world economy, China's securities industry has become an important pillar of China's economic development. China's securities companies in the current macro-economic downturn, the future can continue to maintain the steady growth of the past which is the focus of attention of the investors.

In this paper, from the macro-economic, industry and companies two securities companies to conduct the assessment of top-down analysis. Finally the use of EVA valuation method and P/E method to make a reasonable valuation of the two securities companies for the investors to provide advice and reference.

The thesis is organized as follows:

Chapter One, introduction. This chapter introduces the background, content structure and innovation of the research.

Chapter Two, macroeconomic analysis. It mainly includes macro-economy and policy analysis to predict future macroeconomic policy trends and the impact on the securities market.

Chapter Three, industry analysis. This chapter conducts in-depth analysis on the Chinese securities industry to understand the two securities the company's future investment prospects.

Chapter Four, the company analysis and comparison. This chapter introduces corporate operations and financial analysis. And then analyzes the difference between the two companies.

Chapter Five, value assessment. This chapter makes the projection for future earnings, uses EVA and relative valuation method to make valuations, and then gives investment advice.

Through the valuation analysis, the reasonable price of Hai Tong Securities stock valued at 13.91 to 14.67yuan. The reasonable price of CITIC Securities stock valued at 34.86 to 35.59yuan. Comparing with the prices of the two stocks in September 2009, we can conclude that CITIC Securities stock in the long run has a certain investment value. We recommend investors can choose it at the low price.

Key words: Hai Tong Securities; CITIC Securities; Investment Value

目 录

第一章 绪 论	1
一、选题动机和意义	1
二、研究方法	2
三、研究内容和框架	4
第二章 宏观经济分析	6
第一节 宏观环境现状分析	6
第二节 宏观经济政策分析	12
第三节 未来经济政策以及对中国证券行业的影响	14
第三章 中国证券行业分析	17
第一节 证券市场的发展历程	17
第二节 我国证券行业的发展概况	18
第三节 我国证券行业的发展趋势	23
第四章 公司分析	28
第一节 公司概况介绍	28
第二节 中信证券与海通证券经营情况分析	31
第三节 海通证券与中信证券财务分析	36
第五章 海通证券与中信证券价格评估	48
第一节 盈利预测	48
第二节 经济增加值（EVA）法	52
第三节 市盈率（P/E）模型估值法	56
第四节 综合评估及投资建议	57
[参考文献]	59
附 录	61
附录一：“海通证券”2009-2017 年预测利润表 单位：百万元	61
附录二：“海通证券”2009-2017 年资产负债表假设 单位：百万元 ..	62
附录三：“海通证券”经济增加值（EVA）估值法 单位：百万元 ..	63

附录四：“中信证券” 2009-2017 年预测利润表	单位：百万元....	64
附录五：“中信证券” 2009-2017 年资产负债表假设	单位：百万元..	65
附录六：“中信证券”2009-2017 经济增加值 (EVA) 估值法	单位：百万元	66
附录七：“海通证券”2006-2008 利润表	单位：元.....	67
附录八：“海通证券”2006-2008 资产负债表	单位：元.....	68
附录九：“海通证券”2006-2008 现金流量表	单位：元.....	69
附录十：“中信证券”2006-2008 利润表	单位：元.....	71
附录十一：“中信证券”2006-2008 资产负债表	单位：元.....	72
附录十二：“中信证券”2006-2008 现金流量表	单位：元.....	73
后 记.....		75

Catalogue

Chapter 1	错误！未定义书签。
Section 1 Research background and meanings	错误！未定义书签。
Section 2 Research mothed	错误！未定义书签。
Section 3 Research Content and structure	错误！未定义书签。
Chapter 2 Macroeconomic Analysis	错误！未定义书签。
Section 1 Macroeconomic Function Analysis	错误！未定义书签。
Section 2 Macroeconomic Policy Analysis	错误！未定义书签。
Section 3 Future Policy Trend and the Impact on Securities Industry	错误！未定义书签。
Chapter 3 China Securities Industry anlysis	错误！未定义书签。
Section 1 Securities Industry Profile	错误！未定义书签。
Section 2 China Securites Industry Profile.....	错误！未定义书签。
Section 3 Future Trends.....	错误！未定义书签。
Chapter 4 Two Companies Analysis.....	错误！未定义书签。 8
Section 1 Company Profile.....	错误！未定义书签。 8
Section 2 State of operation.....	错误！未定义书签。 1
Section 3 Finance Analysis	错误！未定义书签。 6
Chapter 5 Two Companies Valuation Evaluation	错误！未定义书签。
8	
Section 1 Profit Forecast.....	错误！未定义书签。 8
Section 2 Assessment By EVA Model	错误！未定义书签。 2
Section 3 Relative Valuation Method	错误！未定义书签。 6
Section 4 Comprehensive Assessment and Advice	错误！未定义书签。 7
Reference	59
Appendix.....	错误！未定义书签。 1
Appendix1 "Hai Tong Securities " Income Statement Hypothesis (2009-2017)	
.....	错误！未定义书签。 1

Appendix2 "Hai Tong Securities " Balance Sheet Hypothesis (2009-2017) ..	错误！未定义书签。2
Appendix3 "Hai Tong Securities " EVA Valuation Method	错误！未定义书签。3
Appendix4 "CITIC Securities " Income Statement Hypothesis (2009-2017) 错误！未定义书签。4
Appendix5 "CITIC Securities " Balance Sheet Hypothesis (2009-2017)	错误！未定义书签。5
Appendix6 "CITIC Securities " EVA Valuation Method	错误！未定义书签。6
Appendix7 "Hai Tong Securities " Income Statement(2006-2008)	错误！未定义书签。7
Appendix8 "Hai Tong Securities " Balance Sheet (2006-2008)	错误！未定义书签。8
Appendix9 "Hai Tong Securities " Cash Flow (2006-2008).....	69
Appendix10 "CITIC Securities " Income Statement(2006-2008)	错误！未定义书签。1
Appendix11 "CITIC Securities " Balance Sheet (2006-2008)	错误！未定义书签。2
Appendix12 "CITIC Securities " Cash Flow (2006-2008)	错误！未定义书签。3
Postscript.....	错误！未定义书签。5

第一章 绪 论

一、选题动机和意义

证券市场在西方已经有三百多年的历史，它对促进西方经济的发展起到了重要的推动作用。被尊为股市神话的巴菲特依靠股票、外汇市场的投资成为世界上数一数二的富翁。巴菲特相信自己不是在购买股票，而是持有一部分公司资产。巴菲特对“简单的”商业情有独钟，因此他也成功地逃过了 2000 年泡沫破灭的大劫。他倡导的价值投资理论风靡世界，其基本投资理念是，以价值投资为投资的根基，看重的是个股品质。不以股票价格作为投资标准，其投资决策依据主要是公司的商业经营活动，包括经营模式，行业发展状况以及企业管理方式等。巴菲特认为价值投资的精髓在于，质好价低的个股内在价值在足够长的时间内总会体现在股价上，利用这种特性，使本金稳定地复利增长。

我国改革开放后的股票市场自 1984 年第一张相对规范的股票上海飞乐音响发行及 1990 年上海深圳证交所相继成立以来，不过短短的十几年时间，但它在我国的改革开放中尤其是在我国经济改革和发展中发挥了积极而重要的作用。随着中国证券市场的日益成熟，尤其是在近几年发生了相当明显的变化。在国际化与市场化的背景下，基金业与合格境外投资者、社保资金、保险资金、企业年金等机构投资者成为证券市场的主导力量，从而带领了市场投资理念的转型。这也使得我国证券市场逐步从以前投机与坐庄盛行的投资方式转向以基本面分析为主的价值投资方式。越来越多的投资者清醒地认识到抱着投机的心理跟风赶潮、一味盲从的投资方式，必然会遭到现实的无情打击。为了回避风险，提高投资回报率，他们不得不回头反省开始寻找一种稳妥的投资理论和方法。基于此，对证券市场进行科学合理的投资价值分析，就变得越来越重要。投资于证券如同购买其他商品一样，如果缺乏对购买对象的基本特征、现状和未来可能前景的了解，投资只能是盲目的投资，其失败的概率也将大大提高。因此，采用了基本分析和技术分析等专业分析方法和手段，以理性系统的方式对证券进行估值的投资价值分析，就成为证券投资分析的重要方法与手段。股票投资价值分析的实质就是从长期观察股票的价格反映上市公司的经营前景与其所在的经济环境，恰当地评估股票的价值，从而减少盲目投资所带来的投资风险。

证券行业在一个国家金融体系中占有重要地位,是对一个国家经济发展起着关键性作用的一个行业。在过去的 30 年间,中国资本市场从无到有,从小到大,从区域到全国,得到了迅速的发展。迄今为止,证券业的繁荣和发展是一个国家金融稳定的前提,也是国家经济健康发展的保证。通过多年的发展,尤其是伴随着中国金融逐渐融入世界经济,我国证券行业已经成为我国经济发展的重要支柱。

可是随着大洋彼岸的国际金融中心美国“次贷危机”的爆发,国际金融市场持续动荡,华尔街昔日风光无限的巨头们轰然倒下,他们或改变营运模式、或被收购、或申请破产保护、或被收归国有。我国的证券行业也受到了很大的冲击,作为我国上市的证券公司中规模较大的两家公司—海通证券和中信证券公司,其未来的兴衰对于我国证券行业能否跻身国际证券业前列和带动中国证券业发展具有重要意义。但是,他们也不可避免地受到金融危机的影响,两年内经历了从高速发展到增速骤减的过程。因此本文选取这两家公司作为研究对象,其经营模式有诸多相似和不同的地方,通过对它们的经营情况和财务数据的分析比较,找出其内在价值,对证券行业的发展研究具有重要的意义。

本文对两家证券公司的股票的未来发展与投资策略,给出了相应的建议,旨在为广大投资者提供一个有效剖析上市公司股票投资价值的参考模式,同时也为两家证券公司的广大股东和潜在投资者提供一个投资理财的分析参考方法。通过本文的研究,无论是在微观上对促进分析海通证券和中信证券本身的股票价值,为投资于两家证券公司股票的投资者提供一个有效剖析上市公司股票投资价值的参考模式,为证券行业的管理者提供企业发展思路,还是在宏观层面对我国股票投资价值科学分析模式与方法的构建,都无疑具有重要的理论意义和实践价值。

二、研究方法

(一) 投资价值评估方法的分类

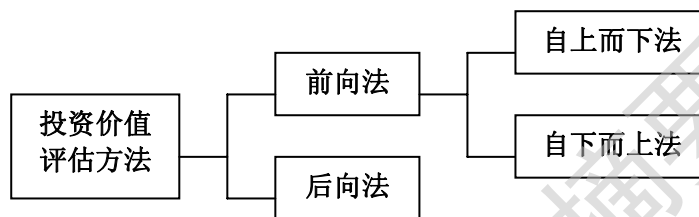
投资价值评估有两种基本方法,一种是后向法,另一种是前向法。

后向法即假定未来是过去的延伸,投资者利用过去的数据、走势以及关系来选择买卖证券。推崇这种方法的习惯运用技术分析方法,或者使用计算机构建组合来抓住市场异常(比如只购买小盘股或市盈率低的股票)。

前向法侧重预测未来的趋势并做出相应决策，包括自上而下和自下而上法：

自上而下法是首先回顾宏观经济情况并预测未来走势，然后进行行业分析，最后对个股进行研究估值；自下而上法即股票估值法，更着重公司层面的微观因素，其要点在于投资机会取决于公司及行业因素而不是宏观因素。

图 1—1：投资价值评估方法的分类



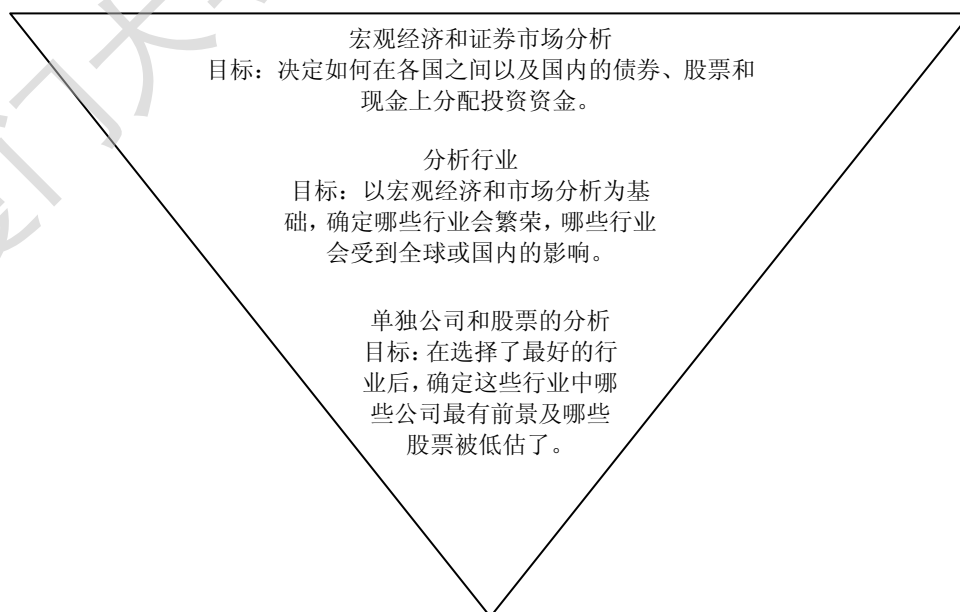
资料来源：自制

因为相比自下而上法，自上而下法不仅能够兼顾宏观、微观因素，而且更侧重投资分析过程，能协助投资者理清经济、行业、公司三者的关系，所以本文的投资价值评估方法采用了自上而下法。

（二）自上而下法简介

自上而下法即“三步法”，包括宏观经济分析、行业分析和公司分析，具体如下图所示：

图 1—2：自上而下法分析过程概要



资料来源：Frank K. Reilly 等著，李月平等译，投资学（原书第 6 版）

1、宏观经济分析

宏观经济分析的作用在于把握证券市场的总体变动趋势，判断整个证券市场的投资价值，掌握宏观经济运行和政策对证券市场的影响力度与方向。

宏观经济分析主要包括宏观经济运行和宏观经济政策两方面的分析，具体如下：

(1) 宏观经济运行分析

宏观经济运行分析是将证券市场和证券投资活动放到整个宏观经济运行的过程中去考察，揭示宏观经济变动与证券投资间的关系。具体而言，宏观经济运行分析是基于国内生产总值（GDP）、工业增加值、消费者物价指数（CPI）、固定资产投资、社会消费品零售总额、贸易顺差状况及货币供应量等经济指标的分析。

(2) 宏观经济政策分析

证券市场是宏观经济的晴雨表，而政府对经济的影响是通过经济政策实现的。宏观经济政策分析就是研究货币政策、财政政策、收入政策等对证券市场的影响。

2、行业分析

行业分析主要是分析行业的市场类型、生命周期和影响行业发展的有关因素。通过分析，可以了解到处于不同市场类型和生命周期不同阶段上的行业的产品生产、竞争状况以及盈利能力等方面的信息资料，从而有利于投资者正确地选择适当的行业进行有效的投资。

3、公司分析

公司分析主要是通过对公司经营状况和财务报告的分析，找出那些内在价值高于现行价格且财务状况、经营成果俱优的公司，作为投资的目标。

经营状况的分析着重于考察公司目前的竞争能力和经营管理能力；财务分析则通过分析公司的财务指标考察其偿债能力和盈利能力等。

三、研究内容和框架

本文采用上文提到的“自上而下法”，分别从宏观经济、行业、公司三个维度进行深入分析，然后对两家证券公司进行盈利预测并作合理估值，具体内容和框架如下：

第一章，首先介绍论文的研究背景、方法、内容和框架等。

第二章，宏观经济分析，主要包括宏观经济运行和政策的分析，以预测未来

的宏观经济走势及对证券市场的影响。

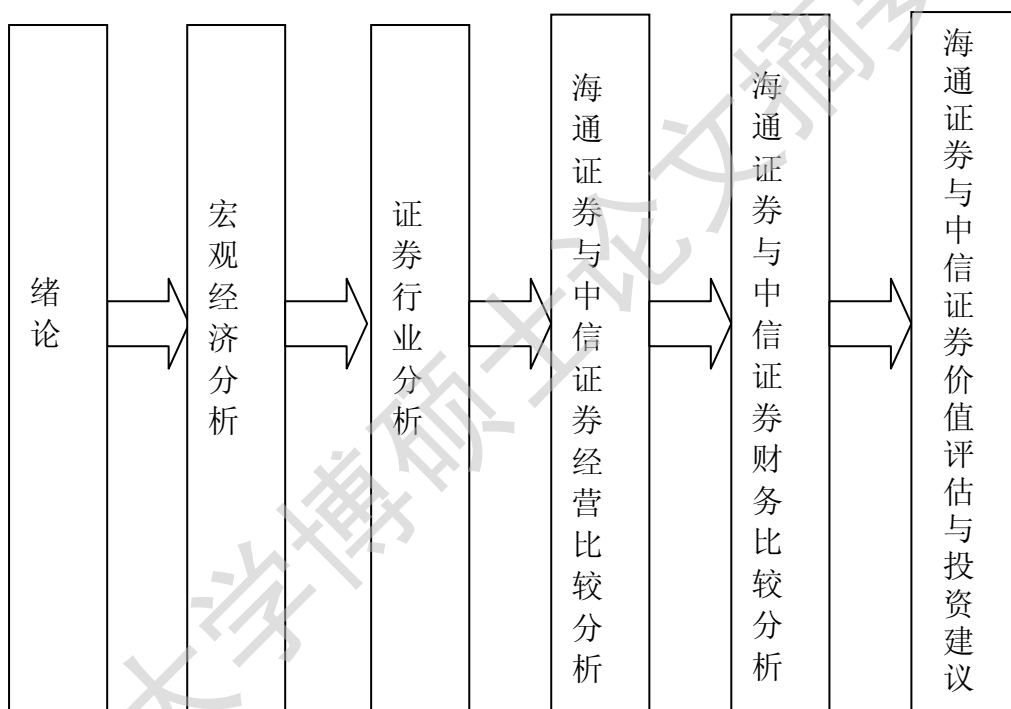
第三章，行业分析，对中国证券行业进行深入分析，以了解两家证券公司未来的投资前景。

第四章，公司分析比较，分别进行公司经营状况和财务的分析并进行比较。

第五章，价值评估，首先进行未来的盈利预测，然后采用经济增加值（E V A）和相对估值法进行合理估值, 并提出投资建议。

本文研究框架如下图所示：

图 1-1 本文研究框架图



资料来源：自制

第二章 宏观经济分析

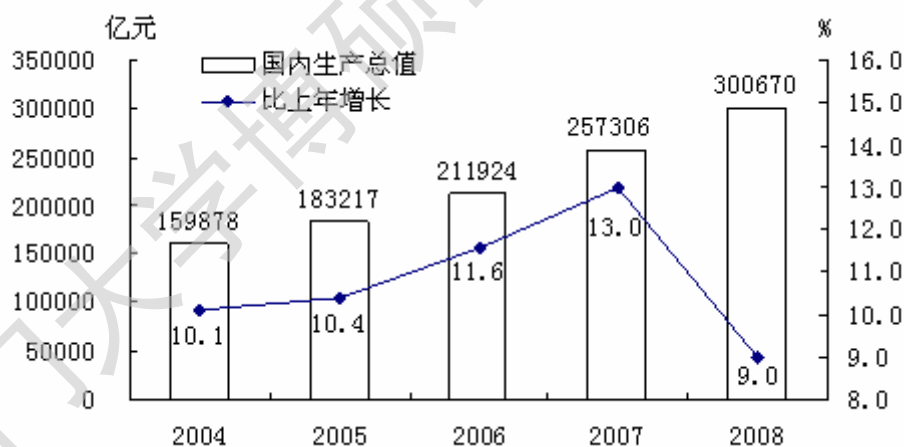
第一节 宏观环境现状分析

2007 年 8 月由美国次贷危机引发的金融危机，已经席卷了全世界，到目前为止，此次金融危机仍在持续。自这场危机以来，中国政府出台了一系列积极的经济政策以应对。本文将从宏观经济运行和宏观经济政策两个方面进行分析，以预测未来的宏观经济走势。

一、国内生产总值（GDP）

GDP 是指一定时期内（一个季度或一年），一个国家或地区的经济中所生产出的全部最终产品和提供劳务的市场价值的总值，是宏观经济中最受关注的经济统计数字，是衡量国民经济发展情况最重要的一个指标。

图 2-1：中国 2004-2008 年的 GDP 运行状况



资料来源：国家统计局

从上图 2-1 可见，中国 2008 年的 GDP 没能延续前几年的增长趋势，也不是暂时的增长回调，而是从 2007 年的 13% 猛降到 2008 年的 9%。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库